



Panorama de la **SEGURIDAD SOCIAL**

Nº 9

Panorama de la Seguridad Social es una publicación de la Corporación de Investigación, Estudio y Desarrollo de la Seguridad Social, CIEDESS, una corporación de derecho privado, sin fines de lucro, que surge como una expresión más de la vocación social que desde sus orígenes ha animado a la Cámara Chilena de la Construcción y su Red Social.

ISSN: 0718 4697

EN ESTA EDICIÓN:

Situación Financiera de los Fondos de Pensiones durante la Crisis Subprime

Editorial

Esta edición de Panorama de la Seguridad Social tiene por objeto analizar la actual situación financiera de los Fondos de Pensiones, tema especialmente delicado cuando, a raíz de la crisis económica generalizada, el mundo lentamente parece comenzar a salir. Los Fondos de Pensiones han sido fuertemente golpeados durante este período, pero desde hace un par de meses que se vislumbra una importante recuperación de estos recursos que financiarán la previsión de los trabajadores cuando estos pasen a su etapa pasiva.

Nos parece muy oportuno hacer un análisis interesante que nos permita concluir y, eventualmente, recomendar o generar puntos de vista que desarrollen una propuesta de debate y discusión.

Para profundizar en este tema contaremos con el destacado aporte de Roberto Fuentes Silva, ingeniero comercial y Gerente de Estudios de la Asociación de AFP, quien tratará el tema de los multifondos y su comportamiento durante la crisis internacional.

Posteriormente, Franco Parisi Fernández, Vicedecano de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile, entregará una visión más académica acerca de la situación general de los Fondos de Pensiones, explicando su caída y la fuerte recuperación en los últimos meses.

I. Roberto Fuentes ¹, Gerente de Estudios de la Asociación de AFP

Para examinar en profundidad la situación actual de las pensiones, primero haré un breve recuento de la crisis internacional; posteriormente comentaré el desempeño de los multifondos, revisaré los efectos que ha tenido esta crisis en los afiliados, haré una pequeña revisión respecto de la cartera de los Fondos de Pensiones y, finalmente, concluiré analizando algunos desafíos y reflexiones.

¹ Roberto Fuentes S. es Ingeniero Comercial de la Universidad de Santiago, Magister en Administración de Empresas de la Pontificia Universidad Católica de Chile, y Diplomado en Ingeniería Actuarial de la Escuela de Seguros de Chile; actualmente es Gerente de Estudios de la Asociación de AFP.



Panorama de la **SEGURIDAD SOCIAL**

1. La crisis internacional

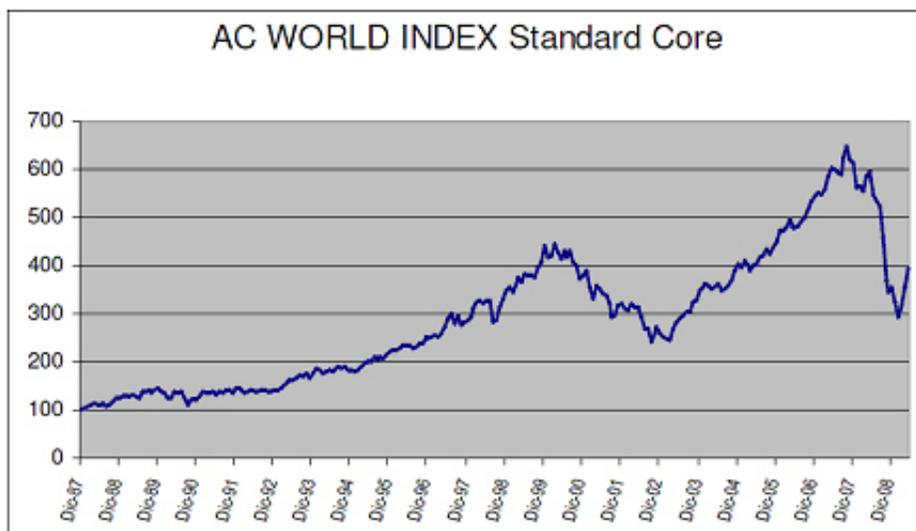
La crisis internacional comenzó, desde el punto de vista de los analistas, en junio del año 2007, básicamente cuando estalló la Crisis Subprime en Estados Unidos de Norteamérica; en paralelo hay una fuerte alza de los commodities en donde el petróleo, que en diciembre de 2007 estaba en 70 dólares, llegó a mediados de 2008 incluso a estar a 148 dólares el barril.

Desde mediados de 2008 hasta septiembre del mismo año, se agudiza la crisis financiera con un deterioro en la solvencia y liquidez de las agencias hipotecarias norteamericanas, la banca de inversiones y las aseguradoras. Esta crisis alcanza su peor momento en septiembre de ese año, cuando Lehman Brothers se declara en bancarota y se acoge al Capítulo 11 de la Ley de Quiebras, provocando que los mercados entren en pánico y las bolsas caigan. A finales de ese mes se comienza a declarar la recesión de varios países desarrollados, la mayoría de ellos europeos, y también viene una intervención de sucesivos gobiernos para superar la crisis.

Hasta febrero de 2009, la caída del precio de las viviendas era de un 30%. Posteriormente, la variación de precios se estabilizó, pero obviamente ese fue uno de los problemas que inició la crisis, sumado a la profundización del problema de la situación en el sector financiero.

En el gráfico N° 1 se puede visualizar cómo ha evolucionado el índice mundial de acciones (medido en dólares) desde diciembre de 2007 hasta finales de mayo de este año. Aquí se puede notar que existe una recuperación, pero que todavía no alcanza sus mayores niveles, observados en el año 2007 y algunos meses del 2008.

Gráfico N° 1



Hasta febrero de 2009, la caída del precio de las viviendas era de un 30%. Posteriormente, la variación de precios se estabilizó, pero obviamente ese fue uno de los problemas que inició la crisis, sumado a la profundización del problema de la situación en el sector financiero.

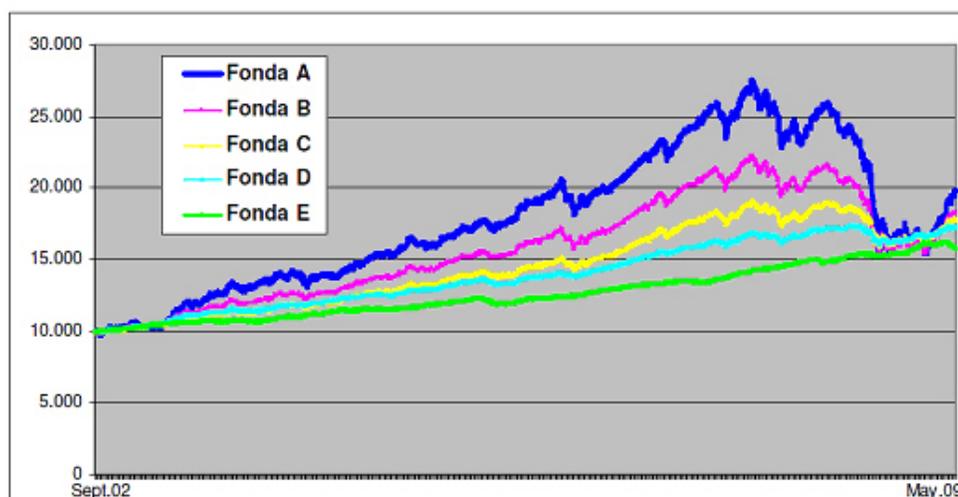
Panorama de la **SEGURIDAD SOCIAL**

2. El desempeño de los multifondos

Los multifondos comenzaron a funcionar en Chile durante septiembre del año 2002, período en que el país estaba saliendo de una crisis. Es necesario recordar que meses antes del anuncio de los multifondos, las acciones mundiales habían caído un 25% aproximadamente (medido en dólares) debido a la inminencia de la Guerra de Irak. Desde el inicio de los multifondos, hasta junio de 2007, se vivió un crecimiento sostenido y expansivo de la economía mundial, que permitió un aumento del índice accionario mundial del 125% medido en dólares. El timing de implementación de los multifondos fue muy oportuno, porque partió de un piso bastante bajo, y eso le permitió beneficiarse del importante crecimiento que se dio en este período.

En el gráfico N° 2 se muestra cómo ha evolucionado el valor cuota de los Fondos de Pensiones medido en pesos desde septiembre de 2002 hasta mayo de 2009. En azul tenemos el Fondo A donde, si tomamos en cuenta mayo, hay una recuperación. Luego, observamos el Fondo E, que está en verde, y vemos una evolución, en donde claramente se observa que, desde el punto de vista de valor/cuota, en este período de análisis no hay pérdida; o sea, lo que ocurrió fue una disminución en las ganancias que se obtuvieron en este período de septiembre de 2002 a mayo de 2009.

Gráfico N° 2



Este es un análisis hecho en pesos. Si nosotros hiciéramos estas curvas también medidas en UF, lo que veríamos es que la fluctuación hasta el año 2008 sería menos alta o un poco más suave, mientras que en lo que va corrido del año 2009, este crecimiento sería incluso mayor, dada la inflación negativa que se computa en estos primeros meses del año.

Desde el inicio de los multifondos, hasta junio de 2007, se vivió un crecimiento sostenido y expansivo de la economía mundial, que permitió un aumento del índice accionario mundial del 125% medido en dólares.

Panorama de la **SEGURIDAD SOCIAL**

En estos resultados se puede observar claramente la recuperación que se llevaba hasta mayo. En el cuadro N° 1 se aprecia la rentabilidad acumulada sobre UF de cada uno de los Fondos de Pensiones: el Fondo A con una rentabilidad acumulada en todo el período de un 57,2% y el Fondo B de un 23,5%.

Cuadro N° 1

Año	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E
2003	26,9	16,0	10,5	8,9	3,3
2004	12,9	10,3	8,9	6,8	5,4
2005	10,7	7,3	4,6	2,8	0,9
2006	22,3	18,8	15,8	11,5	7,4
2007	10,1	7,5	5,0	3,3	1,9
2008	-40,3	-30,1	-18,9	-9,9	-0,9
May.09	21,4	16,6	11,6	7,7	4,3
Acumulado	57,2	43,2	37,8	33,1	23,5

Los medios de comunicación, y en general los críticos del sistema, han dado mucha relevancia al desempeño y a las pérdidas. Sin embargo, si uno analiza con un eje de tiempo un poco más prolongado, como el que se muestra en el cuadro N° 2, claramente puede ver que desde que se iniciaron los multifondos hasta diciembre de 2008, la rentabilidad era positiva sobre UF, con el Fondo A con un 4,2% promedio y el Fondo B con 2,7%. Pero tomando en cuenta desde septiembre de 2002 a mayo de 2009, se observa que la recuperación de los cinco primeros meses del año, eleva la rentabilidad en UF del Fondo A en un 7%, promedio anual, y en un 3,2% en el Fondo B.

Cuadro N° 2

	Sept.02 - Dic.08 DEFLACTADO UF (Promedio Anualizado)	Sept.02 - May.09 DEFLACTADO UF (Promedio Anualizado)
Fondo A	4,2%	7,0%
Fondo B	3,3%	5,5%
Fondo C	3,4%	4,9%
Fondo D	3,4%	4,4%
Fondo E	2,7%	3,2%

Si uno se queda en la memoria con estas cifras, que están hasta el mes de mayo, y luego las compara con la rentabilidad esperada a largo plazo, tomando en cuenta la literatura financiera y el desempeño, el premio por riesgo que entregan generalmente las inversiones de acciones, y la combinación con bonos, se observa (cuadro N° 3) que el desempeño de los multifondos no está tan alejado de lo que se debiera esperar en el largo plazo.

Tomando en cuenta desde septiembre de 2002 a mayo de 2009, se observa que la recuperación de los cinco primeros meses del año, eleva la rentabilidad en UF del Fondo A en un 7%, promedio anual, y en un 3,2% en el Fondo B.

Panorama de la **SEGURIDAD SOCIAL**

Cuadro N° 3

Fondo	A	B	C	D	E
Perfil Inversionista	Más Riesgoso	Riesgoso	Intermedio	Conservador	Más Conservador
Límite de Inversión en Renta Variable	80%	60%	40%	20%	5%
Promedio anual de Largo Plazo (JF)	6,40%	5,80%	5,20%	4,60%	4,20%
Rango anual de rentabilidad esperada	-23% a 36,1%	-17,1% a 28,7%	-10,5% a 20,8%	-8,2% a 15,4%	-3,8% a 12,1%
Número de años negativos	1 de 3	1 de 3	1 de 4	1 de 5	1 de 7

NOTA: En base a resultados históricos y literatura financiera suponiendo inversión máxima de renta variable. El rango de rentabilidad se elabora con volatilidad histórica y un intervalo de confianza de un 95%. Fuente: AFP Cuprum.

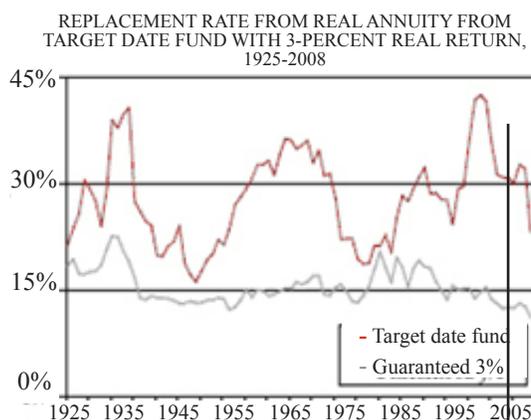
Obviamente, dado el extraordinario desempeño que tuvieron los multifondos desde el año 2002 hasta junio de 2007, sin duda es un recuerdo que cuesta borrar de la memoria de los afiliados. Sin embargo, si uno hace un análisis con una perspectiva de largo plazo, y revisa la historia financiera que se debería esperar, entonces estamos relativamente alineados con el retorno que nos muestra la literatura financiera.

3. ¿Pérdida para los afiliados?

El gráfico N° 3 se refiere a un estudio que desarrolló el Boston College, a principios de este año. En él se hace un análisis de planes de pensiones del ciclo de vida norteamericano, en el cual se consideran las tres crisis más graves que ha tenido el mercado financiero desde el año 1920 hasta fines de 2008. Se considera la crisis de los años 30, la actual – de septiembre y octubre de 2008 –, y también la gran caída que se produjo con la Segunda Guerra Mundial.

En la línea roja se observa el desempeño de los planes de pensiones similares al sistema de multifondos chilenos, y en la línea gris, que está abajo, se muestra la tasa de reemplazo que obtendrían los planes de pensiones con rentabilidad garantizada, especialmente garantizada con bonos del tesoro americano, de un 3%.

Gráfico N° 3



Fuente: How Much Risk Acceptable? - By Munnell, Webb and Golub-Sass' Center For Retirement Research At Boston College

Si uno hace un análisis con una perspectiva de largo plazo, y revisa la historia financiera que se debería esperar, entonces estamos relativamente alineados con el retorno que nos muestra la literatura financiera.

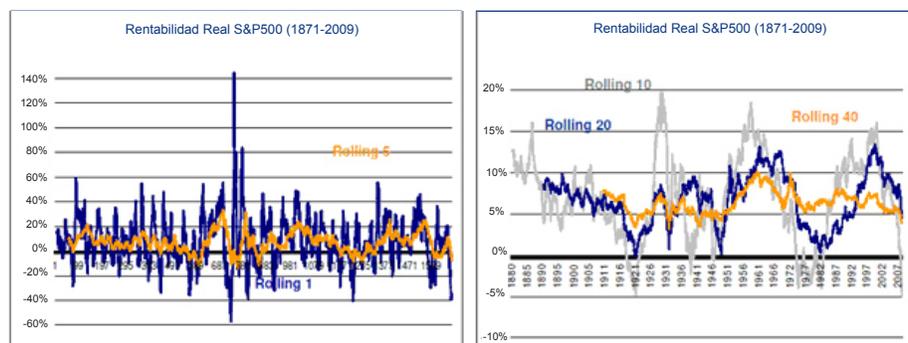
Panorama de la **SEGURIDAD SOCIAL**

En el gráfico anterior, podemos apreciar que la tasa de reemplazo que muestran estos sistemas, basados en esquemas similares a los multifondos, duplican a la tasa de reemplazo que entregan estos planes de pensiones basados en renta fija y rentabilidad garantizada. Básicamente, tenemos una tasa de reemplazo de un 28% y el salario, versus una tasa de reemplazo del 15%. Hay que considerar que estos fondos básicamente consideran una cotización del 5% de la renta, porque corresponde a una pensión complementaria al Social Security americano, de ahí que sean tasas de reemplazos más bajas.

También se puede observar, en este estudio, el riesgo que presentan estos planes de pensiones, porque tienen un componente accionario importante y la variabilidad de la tasa de reemplazo en todo este período, que incluye estas tres grandes crisis del siglo pasado y de comienzos de este siglo, es muy alta, con variaciones de hasta un 32%.

En los gráficos N° 4 y N° 5, se observa que si se hace un recuento con respecto del desempeño de las acciones, tomando en cuenta el índice americano, desde el año 1871 al año 2009, en mediciones de un año, se aprecia que el valor máximo de retorno puede llegar desde un 143,8%, y una caída de un 56,5% y así sucesivamente hasta medir períodos de 40 años donde el rendimiento promedio anual de este período de tiempo va desde un 10,10% y un valor mínimo de un 3,22%. Además, en el cuadro N° 3 se puede ver que, a medida que se va extendiendo el tiempo de medición de las acciones, se va suavizando el desempeño que arrojan finalmente los fondos de pensiones.

Gráficos N° 4 y N°5



4. ¿Dónde está la plata?

Durante la crisis, los afiliados sentían incertidumbre y bastante temor, sobre todo por las noticias que se escuchaban en los medios de comunicación, en donde se hablaba mucho de los títulos tóxicos, y la opinión pública, los afiliados y la prensa se preguntaban si los Fondos de Pensiones tenían inversiones en este tipo de títulos.

En el cuadro N° 3 se puede ver que, a medida que se va extendiendo el tiempo de medición de las acciones, se va suavizando el desempeño que arrojan finalmente los fondos de pensiones.

Panorama de la **SEGURIDAD SOCIAL**

Este era un tema que en su momento se analizó, ya que la Superintendencia de AFP hizo un estudio donde publicó la eventual posición que tenían los Fondos de Pensiones en títulos tóxicos y llegó a la conclusión que los fondos de pensiones estaban invertidos en instrumentos seguros, que tenían una solvencia importante y que el problema de baja en los Fondos de Pensiones de los afiliados era un producto de valorización por la caída de los precios de mercado y que la incertidumbre que existía en ese momento era producto de la crisis financiera.

Si uno hace un análisis rápido para saber en qué lugar estaba invertido el dinero de los Fondos de Pensiones, puede apreciar que un 15% estaba en instrumentos del Banco Central; en la banca nacional había un porcentaje cercano al 25%; mientras que en inversiones en empresas estaba colocado un 27,3%. Estas empresas tenían un nivel de solvencia y de estabilidad financiera muy importante, que permitía ver con bastante optimismo el futuro de la recuperación de los Fondos de Pensiones una vez que se normalizara la incertidumbre producida por la crisis.

Por otra parte, el resto del dinero estaba invertido en el extranjero, lo que era un 28% en esa época – en el peor momento –, y esa inversión extranjera estaba diversificada en 67 países, de los cuales: 16 eran de Asia (35%); 31 de Europa (22%), 2 de Norteamérica (22%), 9 de Latinoamérica (19%) y 9 de Medio Oriente, África y otros (3%).

La inversión nacional está ubicada en empresas con una posición importante en el país; existe inversión en el Metro, en Codelco, en el aeropuerto, en ferrocarriles, en las rutas concesionadas, industria, etc.

Sin embargo, en definitiva lo que se analizaba, y lo que todo el mundo preguntaba, y lo que se difundía en los medios, era la pérdida de los afiliados. Frente a esto, lo que nosotros manifestamos en ese momento era que los afiliados no habían sufrido pérdidas, y que lo que había ocurrido en pleno período de crisis era una menor valorización de los instrumentos en los cuales estaba invertido el fondo de pensiones.

Por ley, los Fondos de Pensiones tienen que valorizar diariamente los instrumentos a precio de mercado y finalmente, si un inversionista vende un título financiero en plena crisis, obviamente este inversionista haría la pérdida.

En general, lo que se trató de difundir en ese período era que el balance final, para medir el desempeño de los fondos de pensiones, debía considerar el período de ahorro de la pensión del afiliado, ya que si mira la estructura de la cartera según la edad de afiliados, se observa que el 95% de los afiliados está a más de 5 años de jubilar, y el 80% a más de 10 años.

4.1 ¿Qué pasa con los afiliados que están cerca de pensionarse?

Al analizar las estadísticas de la Superintendencia de AFP, se aprecia que el 80% de los afiliados cercanos a la edad de pensionarse estaba en el Fondo D y E, o sea en aquellos fondos que menos sufrieron con la caída de las acciones, es decir, en los fondos más conservadores.

Por ley, los
Fondos de
Pensiones
tienen que
valorizar
diariamente los
instrumentos a
precio de
mercado y,
finalmente, si
un inversionista
vende un título
financiero en
plena crisis,
obviamente este
inversionista
haría la pérdida.

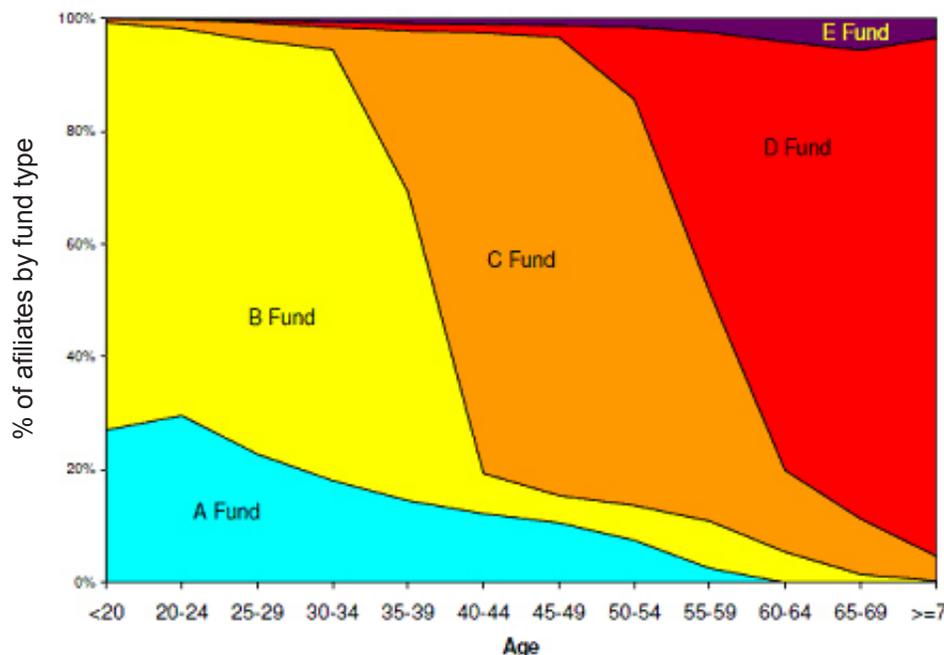
Panorama de la SEGURIDAD SOCIAL

La rentabilidad positiva que ha presentado el Fondo E en los últimos meses, le ha permitido recuperarse de toda la caída que sufrió durante el año 2008. Esta rentabilidad se debe al buen desempeño de la renta fija, sobre todo motivada por la baja de la tasa de interés que valorizó más la cartera de renta fija de este fondo.

Finalmente, también los afiliados tienen la opción, si ellos tienen la perspectiva de que su parte accionaria se va a recuperar, que también puedan pensionarse a través de un retiro programado, esperar la recuperación y ahí evaluar si es conveniente seguir en retiro programado, o cambiarse a una renta vitalicia.

En el gráfico N° 6, podemos observar la distribución por edad de los multifondos. Así podemos ver que, por ejemplo, la gran mayoría de los afiliados que tienen entre 60 y 64 años, se encuentran en el Fondo D, una pequeña porción en el Fondo E, y una porción aún pequeña solamente se encuentra en el Fondo B.

Gráfico N° 6

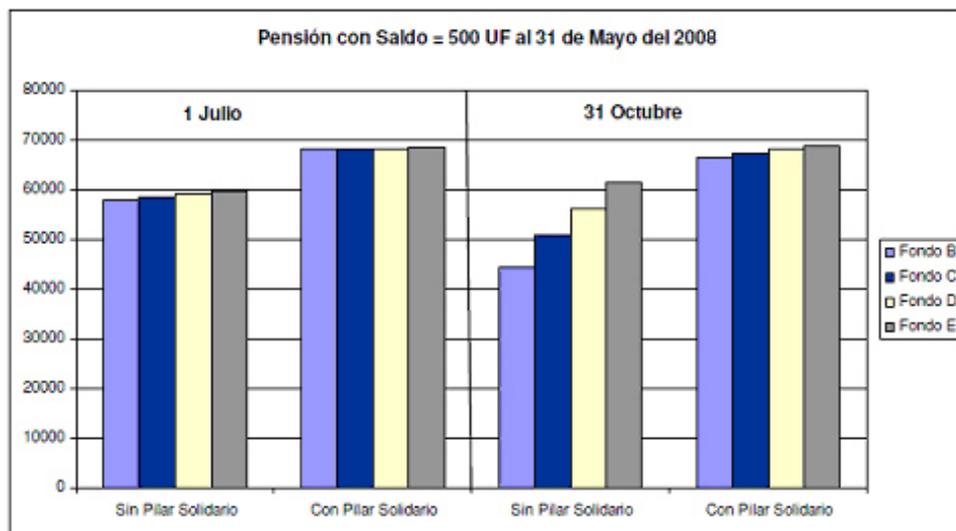


Dentro de este examen a los multifondos, se hace necesario también hacer un análisis a los afiliados que presentan sueldos bajos dentro del actual sistema de pensiones, en el contexto de la Reforma Previsional que comenzó a regir en octubre en 2008 (julio de ese mismo año para el sistema de solidario de pensiones). En el gráfico N° 7 se hace un ejercicio a modo de ejemplo: un afiliado que tiene un saldo de 500 UF al 31 de mayo de 2008, ¿cuál es la pensión que logra este afiliado si esta pensión se calcula al 1 de julio, o si se calcula al 31 de octubre, en plena caída de los multifondos?

En el gráfico N° 6, podemos observar la distribución por edad de los multifondos. Así, podemos ver que, por ejemplo, la gran mayoría de los afiliados que tienen entre 60 y 64 años, se encuentran en el Fondo D, una pequeña porción en el Fondo E, y una porción aún pequeña solamente se encuentra en el Fondo B.

Panorama de la SEGURIDAD SOCIAL

Gráfico N° 7



Si observamos la mitad izquierda del gráfico, apreciaremos los saldos al 1 de julio de 2008. En gris tenemos a un afiliado en el Fondo E, y en celeste un afiliado en el Fondo B. Sin pilar solidario, este afiliado de bajo saldo tendría una pensión fluctuante entre \$ 59.000 y \$ 60.000, dependiendo del Fondo de Pensiones en el que se encuentre. Por otra parte, si los afiliados son beneficiarios del pilar solidario (recordemos que existe el aporte previsional solidario que complementa las pensiones bajas), todos - independientemente del fondo -, verán incrementada su pensión, llegando a cerca de \$ 68.000.

En el lado derecho del gráfico, se ubican las pensiones calculadas al 31 de octubre de 2008. En el caso de los afiliados sin pilar solidario, observaremos que la persona en Fondo B bajó su valorización de pensión, quedando en una cifra cercana a los \$ 45.000, mientras que una persona en el Fondo E, recibiría algo más de \$ 60.000.

Si estas personas accedieran al beneficio del pilar solidario, se mitigaría el riesgo de tener un saldo bajo, ya que este aporte estatal permite suplementar las pensiones de los afiliados próximos a jubilar. Los afiliados de todos los fondos se benefician, ya que obtendrán una pensión de entre \$ 65.000 y \$ 68.000, dependiendo del fondo donde estuvieran cotizando. Este beneficio, en cierta forma, justificaría las limitaciones que el Estado puede ponerle a la selección de multifondos de aquellos afiliados que están próximos a jubilar.

En el gráfico N° 7 se hace un ejercicio a modo de ejemplo: un afiliado que tiene un saldo de 500 UF al 31 de mayo de 2008, ¿cuál es la pensión que logra este afiliado si esta pensión se calcula al 1 de julio, o si se calcula al 31 de octubre, en plena caída de los multifondos?

Panorama de la **SEGURIDAD SOCIAL**

En el cuadro N° 4 revisamos cómo la actual ley del sistema de pensiones considera limitaciones a los afiliados, impidiéndoles acceder a ciertos fondos cuando ya están próximos a jubilar. Los afiliados que estén a diez años o menos de la edad de jubilar, no podrán permanecer en el Fondo A. Sólo tendrán acceso a los cuatro restantes. Además, si ya está jubilado, tampoco podrá acceder al Fondo B; sólo al C, D o E.

Cuadro N° 4

Rentabilidades anualizadas: valores máximos y mínimos

	Rolling 1	Rolling 5	Rolling 10	Rolling 20	Rolling 40
Valor Max.	143,81%	32,77%	19,67%	13,42%	10,10%
Valor Min.	-56,53%	-13,82%	-4,99%	-0,27%	3,22%

4.2 ¿Cómo se han comportado los afiliados en todo este período de la crisis?

En la Asociación de AFP, se hizo una medición para saber el estado de los afiliados en este período de crisis. Para el análisis, se consideraron traspasos a fondos riesgosos y traspasos a fondos conservadores. Así, por ejemplo, con riesgosos nos referimos a aquellos afiliados que, estando en el Fondo C, D o E, se cambiaron al Fondo A y B. De manera inversa, los afiliados conservadores son aquellos que estaban en los fondos A o B, y que se traspasaron a los fondos C, D y E. Para el estudio no se consideraron los casos de los afiliados que se cambiaban del Fondo A al Fondo B o del B al A. La selección se desarrolló en donde hubo un cambio importante de portafolio.

Desde que comenzó la Crisis Subprime, en julio de 2007, y hasta abril de 2009, se observa claramente que la peor parte de la crisis financiera se vivió en agosto y septiembre de 2008. En el cuadro N° 5 se puede apreciar que, frente a este escenario, los afiliados tomaron una actitud bastante conservadora en la toma de decisión de fondos, y se aminoró notablemente el traspaso hacia fondos riesgosos.

Cuadro N° 5

Hombres	≤ 35 años	36 a 55 años	≥ 56 años	Pensionados	
Mujeres	≤ 35 años	36 a 50 años	≥ 51 años	Pensionadas	
Opciones de Inversión	Fondo A	√	√	X	X
	Fondo B	√ default	√	√	X
	Fondo C	√	√ default	√	√
	Fondo D	√	√	√ default	√
	Fondo E	√	√	√	√

X No disponible para la categoría de afiliado
 √ Autorizado a elegir
 √ default Asignación automática

En el cuadro también se observan los traspasos de fondo de los afiliados mes a mes. El peak de traspasos hacia fondos conservadores se evidenció en agosto, septiembre y octubre del año 2008, aunque en marzo de 2009 también hay fuertes flujos.

Desde que comenzó la Crisis Subprime, en julio de 2007, y hasta abril de 2009, se observa claramente que la peor parte de la crisis financiera se vivió en agosto y septiembre de 2008.

Panorama de la **SEGURIDAD SOCIAL**

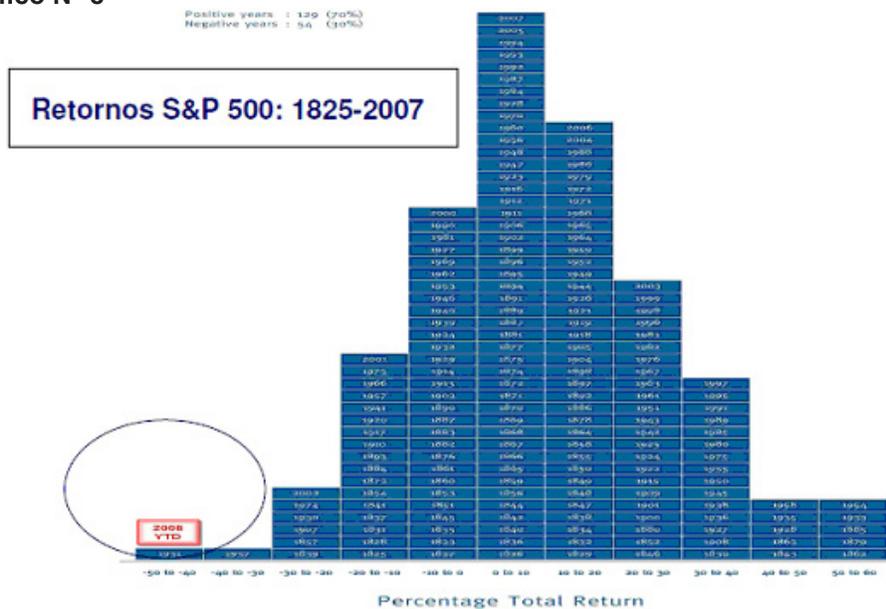
Sin embargo, esta tendencia comienza a invertirse a partir de abril de este año, cuando un grupo importante de afiliados está tendiendo a volver a fondos más accionarios, aunque se mantiene la actitud conservadora en mayoría de los afiliados.

5. ¿Qué se puede ver hacia futuro? - Los Fondos de Pensiones han sorteado con éxito otras crisis.

En el gráfico N° 8, se observa un interesante análisis acerca de la evolución de las acciones en Estados Unidos. En el gráfico se agrupan los distintos años en función de su desempeño. Así, por ejemplo, la barra del medio - que es la más alta -, agrupa todos los años desde 1825 hasta el 2007, en donde las acciones rentaron entre 0% y 10%. En el lado derecho se agrupan todos los años que rentaron entre 50% y 60%. El año 2008 se ubica en el lado izquierdo, junto a 1931, como los años que menos rentó la Bolsa. Los años sucesivos a las bajas de las acciones, las acciones subieron su precio, por lo que se agrupan en los lugares de más alto retorno.

La representación del gráfico corresponde a los años 1825 a 2008, es decir 183 años. Esto permite saber que durante el 70% de los años (129 años) las acciones rentaron de manera positiva, comparándolo con el 30% de años (54 años) en que rentaron de manera negativa.

Gráfico N° 8



Iron: Value Square Asset Management, Yale University

¿Qué muestra el gráfico? Muestra la evidencia histórica de las distintas crisis y su comportamiento: luego de que las crisis tocan piso, el retorno que obtienen las acciones en el año siguiente es bastante positiva.

En la columna derecha se observa que luego de la caída de las acciones durante la crisis de los años 30 (crisis que duró 34 meses y significó una caída del mercado accionario de -86% en el período), el retorno al año siguiente fue de un 124%. De todas maneras, esto hay que considerarlo sobre una base más pequeña, pero sí se trata de una importante recuperación.

La
 representación
 del gráfico
 corresponde a
 los años
 1825 a 2008,
 es decir
 183 años.
 Esto permite
 saber que
 durante el 70%
 de los años
 (129 años)
 las acciones
 rentaron de
 manera positiva,
 comparándolo
 con el 30%
 de años
 (54 años)
 en que
 rentaron de
 manera
 negativa.

Panorama de la SEGURIDAD SOCIAL

En el cuadro N° 6 se puede apreciar que lo mismo ocurrió durante la crisis más larga que se observó en el siglo pasado. Esta crisis accionaria fue producto de la Segunda Guerra Mundial y duró 61 meses, período en que las acciones cayeron en un 60%. Al año siguiente, luego de haber tocado fondo, las acciones se recuperaron en un 59%, y así sucesivamente. Si observamos cada una de estos períodos descritos en el cuadro siguiente, donde la duración promedio de cada una de estas crisis fue de 22 meses, se observa una caída promedio de un 39% y una recuperación promedio de un 46%.

Cuadro N° 6

Movimiento Mensual de Afiliados Entre Multifondos Durante la Crisis
(12 de junio 2009)

Mes	Trasposos Hacia Fondos Riesgosos ¹ (Fondos A y B)	Trasposos Hacia Fondos Conservadores ² (Fondos C, D y E)
Jul-07	15.600	1.024
Ago-07	14.031	5.606
Sep-07	7.829	2.380
Oct-07	10.207	1.491
Nov-07	9.797	3.742
Dic-07	7.834	2.975
Ene-08	7.387	10.723
Feb-08	4.994	7.264
Mar-08	3.746	5.273
Abr-08	4.590	9.163
May-08	5.536	5.017
Jun-08	6.130	5.335
Jul-08	4.037	3.429
Ago-08	3.481	17.191
Sep-08	2.699	22.553
Oct-08	4.132	54.568
Nov-08	1.164	11.863
Dic-08	1.852	18.105
Ene-09	2.195	12.129
Feb-09	1.645	9.300
Mar-09	1.738	25.347
Abr-09	6.916	15.818
Total	127.540	250.286

0,304213953

Nota 1: Corresponde a cambios de Fondos en una misma AFP y por traspaso a otra AFP de afiliados que estaban en Fondos Tipo C, D y E a Fondos Tipo A y B.

Nota 2: Corresponde a cambios de Fondos en una misma AFP y por traspaso a otra AFP de afiliados que estaban en Fondos Tipo A y B a Fondos Tipo C, D y E.

Fuente: Asociación de AFP en base a información estadística de la SUPEN.

En la mitad del cuadro, podemos ver con signos de interrogación la situación accionaria de la actual crisis. Hasta octubre de 2008, la caída observada era de un 43% y no se sabe cuál será el punto más bajo de esta curva.

6. Algunos desafíos

Un desafío importante a futuro, es invertir y aumentar la educación previsional. En este tema el Estado está haciendo algunos esfuerzos importantes. Con la Reforma Previsional se estableció un Fondo de Educación Previsional, en el que se licitaron \$ 1.400 millones a diversos proyectos que buscaban entregar una mayor cultura previsional a sus afiliados.

Un desafío importante a futuro, es invertir y aumentar la educación previsional.

Panorama de la **SEGURIDAD SOCIAL**

Otros elementos que también se han estado discutiendo son las acciones para dar certidumbre a los afiliados próximos a jubilar. Al respecto, se está analizando la posibilidad de permitir la compra de rentas vitalicias anticipadas, de tal manera que los afiliados próximos a pensionarse puedan asegurar una pensión de cierto nivel antes de que se vislumbre una nueva crisis o algo que pudiese afectar el desempeño de los Fondos de Pensiones en el futuro.

Se espera proponer nuevos cambios a la autoridad, pero para eso primero hay que esperar que se termine la crisis y evaluar cómo se comportó. Todavía no vemos su término ni la recuperación. Desde esta perspectiva, algunos temas que se discuten son, por ejemplo, eliminar el traslape de multifondos. Esto es bien sencillo: el Fondo A puede invertir entre un 40% y un 80% de acciones y el Fondo B entre un 25% y un 60%; entonces hay un porcentaje que se traslapa entre un fondo y otro. Entonces, algún administrador invierte un porcentaje menor en acciones respecto a otra AFP. Si esto sucede, el sentido de los multifondos se pierde, por lo que la propuesta sería establecer una homogeneidad respecto del riesgo en acciones que asume cada uno de los multifondos.

Por otra parte, existe bastante consenso al interior de las AFP con respecto a que el Fondo E debería estar invertido 100% en renta fija, y no como funciona actualmente, en donde se permite que este fondo invierta hasta un 5% en acciones. Esto se haría, básicamente, para dar alternativa a los afiliados que quieren resguardarse en un 100% del riesgo accionario.

Donde también existe bastante acuerdo, es en ratificar periódicamente a los afiliados que estén próximos a pensionarse, y que elijan fondos altamente accionarios, de los riesgos del fondo en el que están invirtiendo. Este aviso puede ser anual si se trata de aquellos afiliados que están, por ejemplo, a 5 años de jubilar, y se encuentran en el Fondo B, ya que un afiliado puede ubicarse en el Fondo B (que invierte hasta el 60% en acciones) faltando incluso 5 años para jubilar.

7. Conclusiones y reflexiones

Estamos en una crisis mundial severa que ha impactado la valorización de los Fondos de Pensiones. Sin embargo, una vez que la incertidumbre pase, y que la economía comience su etapa de crecimiento, lo más esperable es que los valores de los instrumentos financieros se recuperen, y así lo muestra la historia, ya que luego de una crisis viene una recuperación.

No hay pérdida para la inmensa mayoría de los afiliados, y aquellos más expuestos pueden mitigar los efectos de la crisis. El desempeño de los fondos se debe analizar en el largo plazo. En 28 años de existencia, los Fondos de Pensiones rentan un promedio anual de UF más un 9%. El actual sistema de pensiones fue sometido a un profundo examen por la Comisión Marcel, cuyas recomendaciones se convirtieron en ley en marzo de 2008, lo cual creo que es importante de ser tomado en cuenta, sobre todo el panel de expertos que hizo un análisis profundo de este tema.

En plena crisis, había personas que estaban muy preocupadas por la suerte del ahorro de los trabajadores, e incluso algunos llegaron a esbozar que habría que mirar con buenos ojos el regreso al sistema de reparto. Sin embargo, si uno hace un análisis de las ventajas y desventajas de cada uno de los sistemas, llega a la conclusión de que el sistema actual es un sistema financieramente sustentable, ya que los cambios demográficos hacen inviable el sistema de reparto.

No hay pérdida para la inmensa mayoría de los afiliados, y aquellos más expuestos pueden mitigar los efectos de la crisis. El desempeño de los fondos se debe analizar en el largo plazo. En 28 años de existencia, los Fondos de Pensiones rentan un promedio anual de UF más un 9%.

Panorama de la **SEGURIDAD SOCIAL**

Si uno analiza las tablas demográficas del año 2050, y quisiera intentar reestablecer un sistema de reparto, tendría que aumentar la cotización previsional de los trabajadores hasta un 27% para mantener una tasa de reemplazo similar a la que puede entregar un sistema de capitalización. Es decir, el sistema de capitalización entrega mejores pensiones a menor costo que en un sistema de reparto.

Tampoco hay que olvidar todos los otros beneficios: vinculación del esfuerzo, el ahorro y los beneficios; la cobertura que nos entrega y que evita la pobreza en la vejez. Si se analiza en qué sistema se obtienen las mejores pensiones, se observa que con la reforma del pilar solidario que se hizo en marzo de 2008, y con la misma trayectoria laboral, el sistema de capitalización entrega mejores pensiones, incluso pese a los vaivenes de los mercados financieros.

II. Franco Parisi ², Vicedecano Facultad de Economía y Negocios Universidad de Chile

Mi exposición estará centrada en entregar una visión más financiera acerca de la situación de los Fondos de Pensiones. Comenzaré diciendo que el año 1998, hubo una importante pérdida de los fondos, pero que esta pérdida está totalmente recuperada. Para examinar estas situaciones hay que revisar el contexto económico e histórico.

Los fenómenos de alta volatilidad, que actualmente se están viviendo en la Bolsa, llegaron para quedarse. La Bolsa no seguirá creciendo al 10% como lo ha venido haciendo durante los últimos 5 años, sino que se comportará como una montaña rusa: subirá y bajará. Lo mismo sucederá con los commodities.

A modo de ejemplo, podemos citar el petróleo: hace unos meses, el precio del barril estuvo cercano a los 40 dólares, pero actualmente ya está rozando los 80 dólares, pero seguramente a futuro el valor volverá a descender. El cobre, a comienzos de este año, tenía un valor de 1,3 dólares la libra, siendo que esta semana subió a 2,4, lo cual significa que gran parte de esa volatilidad llegó para quedarse.

En el caso de los Fondos de Pensiones, el escenario a futuro no será diferente: los noticiarios seguirán comentando que este mes el Fondo A, B o el Fondo E han perdido X plata, siendo que el mes anterior habían logrado rentabilidades positivas.

¿La recuperación que se está viviendo, llegó para quedarse? Sí, pero llegó para quedarse con volatilidad. Chile, a mi juicio, en cuanto a la crisis, no ha tocado fondo. Sí lo han hecho Estados Unidos y China, pero no Europa. Por lo tanto, la combinación de estas economías, que ya están saliendo del fondo, y otras, que todavía no llegan al fondo, inyectan más volatilidad.

Sumado a lo anterior, debemos considerar que el anterior presidente de Estados Unidos, George W. Bush, inyectó mucha liquidez a los mercados, con lo que se incrementó la volatilidad. Actualmente Barack Obama ha seguido haciendo lo mismo: inyectando más y más liquidez. Les garantizo que, como consecuencia de estas decisiones va a haber mucha incertidumbre y mucho capital golondrina volando en todos los mercados.

² Franco Parisi F. es Ph.D. in Business Administration, University of Georgia, USA; Ingeniero Comercial, Facultad de Economía y Negocios, Universidad de Chile; actualmente es Vicedecano de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile.

Los fenómenos de alta volatilidad, que actualmente se están viviendo en la Bolsa, llegaron para quedarse. La Bolsa no seguirá creciendo al 10% como lo ha venido haciendo durante los últimos 5 años, sino que se comportará como una montaña rusa: subirá y bajará. Lo mismo sucederá con los commodities.

Panorama de la **SEGURIDAD SOCIAL**

La clave del sistema de los multifondos, y lo que hay que tratar de buscar, es la diversificación.

Actualmente estamos en pleno período electoral, lo que significa que estamos ad portas de modificaciones en el sistema de pensiones. Se volverá a escuchar acerca de la posibilidad de una AFP estatal, independiente del candidato que gane. Lo más probable es que se implemente en un período de aquí a tres años.

Otras modificaciones que vamos a ver, tienen que ver con la creación de un seguro estatal que evite y proteja de estas fuertes caídas de las acciones. Este seguro se desarrollará a través de un derivado sintético, o de algún esquema hecho especialmente para el Fondo E.

También la Asociación de AFP tendrá que hacer una campaña para retomar su imagen, que con la crisis ha quedado por los suelos. Esto además de apostar fuertemente en la educación previsional.

Es importante destacar que el actual gobierno de la Sra. Michelle Bachelet ha tomado buenas decisiones respecto a los fondos: en el peor momento de la crisis nunca se habló de estatizar el sistema, a diferencia de lo sucedido en Argentina con la Sra. Cristina Fernández de Kichner que, con un movimiento desesperado, estatizó el sistema de pensiones.

1. Análisis del comportamiento de los multifondos

Desde su creación, los multifondos han presentado un comportamiento de acuerdo a lo esperado, es decir, han rentado y lo han hecho bastante bien. Para observar estos hechos tomemos como ejemplo el cuadro N° 1. Allí se ejemplifica esta rentabilidad: Pensemos que el año 2002 teníamos 100 pesos y los invertimos en el sistema de multifondos, vamos a hacer la rentabilidad mensual, ponderado por cada uno de los fondos. Si ustedes colocaron 100 pesos en el Fondo A, al comienzo del sistema, ahora tendrían 266 pesos, lo que es muy significativo.

Cuadro N° 1

Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	IGPA	R1
266.10	171.25	171.22	157.71	160.29	266.04	139.07

En el Fondo B tendrían 171 pesos, mientras que con el Fondo C sería lo mismo. En este caso la diferencia es marginal. Claramente aquí no hay un efecto de sustitución, quizás por eso yo no comparto tanto la segregación que se hace entre los fondos B y C y el resto. El fondo C está muy cargado al Fondo B, aquí no hay diferenciación económica. Este hecho lo vamos a ratificar posteriormente con indicadores financieros.

En el Fondo D ustedes tendrían 157 pesos; en el Fondo E 160 pesos. Esto es básicamente porque las tasas han caído y por eso existe este repunte. Si uno analiza en el contexto temporal, esta mejora sólo se ve en el último período.

Desde su creación, los multifondos han presentado un comportamiento de acuerdo a lo esperado, es decir, han rentado y lo han hecho bastante bien.

Panorama de la **SEGURIDAD SOCIAL**

A continuación haré un ejercicio de ficción: ¿qué hubiera pasado si hubiéramos comprado el IPSA? Imaginense que, desde el año 2002, el índice está debajo de nuestro colchón. Si eso hubiera pasado, ¿cuánto estaríamos rentando ahora?: \$ 266 por cada 100 invertidos.

Por otro lado, un inversor más conservador probablemente hubiera invertido en renta fija, en un depósito a plazo en un banco, renovándolo mensualmente, en donde lo máximo que lograría sería la tasa de captación bancaria, porque uno no logra el retorno de un BSU, porque para eso tendrían que ser grandes montos. Al día de hoy el inversor conservador tendría 130 pesos solamente.

La diferencia entre ambas inversiones es más del doble y lo que hizo que ambas personas invirtieran en instrumentos distintos es el riesgo, importante palabra de la cual hablaremos más adelante.

A los multifondos les ha ido mejor que lo que se esperaba, ya que han invertido en distintas alternativas. Para seguir analizando esto, observemos el cuadro N° 2, en donde se ve la media mensual de los fondos. En el Fondo A, la media mensual fue de 0,79%, en el B 0,72%, en el C 0,70%, en el D 0,58%, y en el E 0,60%. A continuación, aparece el IGPA, bastante alto, mientras que las cifras RF, del 0,33%, corresponden a los que les habría rentado un depósito a plazo.

Cuadro N° 2

	A	B	C	D	E	IGPA	RF
Media	0.79%	0.72%	0.70%	0.58%	0.60%	1.32%	0.33%
Mediana	1.51%	0.97%	0.73%	0.56%	0.65%	1.00%	1.33%
Desviación	0.0358	0.0189	0.0187	0.0098	0.0070	0.0388	0.0012
Varianza	0.0013	0.0004	0.0004	0.0001	0.0000	0.0016	0.0000
máximo	8.82%	4.23%	4.23%	2.58%	2.19%	9.58%	0.54%
mínimo	-17.77%	-7.03%	-7.03%	-2.99%	-2.08%	-11.93%	0.14%
beta	0.7000	0.569	0.374	0.178	-0.024	1	

La última línea del cuadro se refiere a un término más sofisticado dentro del mundo de las finanzas: el Beta. ¿Qué es el Beta? El Beta corresponde a cuánto riesgo estoy tomando; es un indicador de riesgo. El Beta igual a 1 es el Beta de mercado, ese es el parámetro. Por ejemplo, yo soy una persona baja en relación a usted, pero en términos generales, respecto del promedio chileno (1,7 mts.), yo soy alto. Es decir la medida de riesgo 1 es el 1,7 mts. Otro ejemplo, en el caso de estar enfermo y tener temperatura: sobre los 37 grados se considera fiebre, por lo tanto los 37 grados son el nivel 1 de riesgo.

Si volvemos al cuadro N° 2, observamos que el Beta del Fondo A es de 0,7%: es decir, es menos riesgoso. Recordemos que en el ejercicio anterior, el Fondo A y el IGPA tenían una rentabilidad similar; sin embargo, el Fondo A entrega una rentabilidad igual a la de mercado, pero con menor riesgo y eso, en finanzas, es muy valorado.

Podemos ratificar lo anteriormente descrito, observando la volatilidad (desviación). Las estadísticas muestran que la volatilidad del Fondo A es 0,035, mientras que el IGPA posee una volatilidad del 0,038.

A continuación haré un ejercicio de ficción: ¿qué hubiera pasado si hubiéramos comprado el IPSA? Imaginense que, desde el año 2002, el índice está debajo de nuestro colchón. Si eso hubiera pasado, ¿cuánto estaríamos rentando ahora?: \$ 266 por cada 100 invertidos.

Panorama de la **SEGURIDAD SOCIAL**

En términos técnicos, existe un empate entre los Fondos B y C. No hay mayor diferenciación. Lo interesante es observar que los máximos y los mínimos son casi iguales. También podemos apreciar que el mínimo del Fondo A cayó mucho más que el mínimo IGPA. Aquí también hay algo que se debiera analizar.

2. Riesgo y retorno de las inversiones

En Chile se ha educado mucho en función del retorno, siendo que lo importante también es educar a la gente en términos de riesgo y de retorno. Por ejemplo, todos sabíamos que iba a quebrar Inverlink. ¿Por qué? Porque uno se decía: no puede ser que estén regalando la plata, algo está malo; entonces uno metía su numerito a la juguera y decía: este asunto va a quebrar. Así de sencillo.

Lamentablemente, en nuestro país estamos acostumbrados a este concepto de retorno solamente, y ahí es donde está el error, que afecta no sólo a la industria de las AFP, sino también a los fondos mutuos. En finanzas, nosotros enseñamos siempre riesgo y retorno. Y eso es lo que nosotros vamos a ver, ambos a la vez.

Para conocer más de este tema, utilizaremos y analizaremos las medidas de riesgo y retorno más ampliamente usadas en la industria de Fondos Mutuos de Estados Unidos. Estos indicadores se utilizan en todo el mundo, pero en Chile no son utilizados. ¿Cuáles son estos indicadores? Son índices bastante interesantes, creados por el profesor Sharpe (índice de Sharpe) en 1960; el índice Alpha, creado por el profesor Jensen; el Appraisal Ratio y el Timing.

a) El índice de Sharpe

En el cuadro N° 3 se observa el Índice de Sharpe. Este índice funciona de la siguiente manera: se toma el retorno del portafolio, se le resta la tasa libre de riesgo, y se divide por la desviación estándar. Es muy sencillo. Siendo tan sencillo, es extremadamente útil porque sirve para saber qué tan bien lo hizo el inversor sobre el depósito a plazo, y eso se pondera por el riesgo que me está asumiendo. En finanzas, nosotros ya superamos esta etapa, pero no lo estamos aplicando en el mercado de las AFP.

Cuadro N° 3

$$S = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

En Chile se ha educado mucho en función del retorno, siendo que lo importante también es educar a la gente en términos de riesgo y de retorno.

Panorama de la **SEGURIDAD SOCIAL**

En finanzas, cuando nosotros hablamos de desviación estándar, nosotros decimos que éste es el riesgo total. En finanzas tenemos dos riesgos: el riesgo total y el riesgo sistemático. Daré un ejemplo para poder entender el concepto: es como cuando ustedes van al aeropuerto y les dicen “compre su seguro de vida de viaje”.

Cuando uno va a tomar el vuelo, ve ese anuncio y piensa: ¿lo compro o no lo compro? Vale como \$ 20.000, y te dan como US\$ 100.000 si se cae el avión. No a ti, obviamente, pero sí a tu familia. ¿Cuál es la diferencia? La diferencia depende de si es uno el que va subir al avión, o si uno lleva a alguien al aeropuerto a tomar un avión. Cuando uno lleva a alguien, lo que dice es: mira, en realidad ¿cuál es la probabilidad de que se caiga un avión? Es muy baja, por lo tanto, es irrelevante. Pero es muy distinto cuando es uno el que se tiene que subir al avión.

Cuando uno se tiene que subir al avión, ya el riesgo es otro; uno asume completamente el riesgo. Eso es lo que nosotros llamamos el riesgo sistemático, porque es el riesgo que yo no puedo diversificar, versus el riesgo de la persona que está afuera, mirando la venta de este seguro. Porque uno ve el riesgo total y lo diversifica y piensa: parten 200 aviones, la probabilidad de que se caiga uno es muy baja. Ése es el concepto; es un indicador extremadamente útil, y ahí podemos hacer un ranking y comparar. Esto se puede demostrar matemáticamente.

b) Índice de Treynor

En el cuadro N° 4, podemos apreciar el Índice de Treynor. Esto corresponde a la rentabilidad del portafolio, menos el RF, pero partido por el Beta. Éste es un indicador de riesgo sistemático. Compro yo o no compro yo el seguro del avión: esa es la idea básica.

Este indicador es muy usado por la gente sofisticada, que tiene bien diversificada su riqueza. El Índice de Sharpe, por el contrario, es para gente no sofisticada. Personas comunes que no conocen el mercado financiero, y por lo tanto tienen un solo tipo de riqueza: el capital humano, más su casa y su auto. Son el prototipo de la familia chilena. Este indicador es muy bueno para entenderlo en procesos democráticos como es el sistema de AFP. Más adelante revisaremos, utilizando este índice, cómo les fue a los fondos.

Cuadro N° 4

$$T = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

Cuando uno lleva a alguien al aeropuerto, lo que dice es: mira, en realidad ¿cuál es la probabilidad de que se caiga un avión? Es muy baja, por lo tanto, es irrelevante. Pero es muy distinto cuando es uno el que se tiene que subir al avión.

Panorama de la **SEGURIDAD SOCIAL**

c) Alpha de Jensen

El cuadro N° 5 nos muestra el índice Alpha de Jensen. El primer paréntesis es lo que rentó el fondo mutuo, o en este caso el fondo de AFP; el segundo paréntesis es lo que debió haber rentado en términos teóricos. De esta manera el índice Alpha corresponde al diferencial entre lo que rentó y lo que debió haber rentado el fondo.

Cuadro N° 5

$$\alpha = (R_p - R_f) - \beta_p (R_b - R_f)$$

d) Appraisal Ratio

Por su parte, el Appraisal Ratio trata de medir qué tan bien lo hizo usted ponderándolo por el riesgo. Por ejemplo, usted está construyendo un edificio, y decidió saltarse los trámites de los permisos municipales para apurar la construcción. Asumió un riesgo, tuvo suerte, no lo pillaron. Pero ese fue un riesgo, y por eso pudo terminar la obra a tiempo, etc. Lo mismo ocurre acá: este indicador se utiliza tomando el Alpha de Jensen y ponderándolo por el riesgo extra que se asumió.

3. Rentabilidad de los multifondos

En el cuadro N° 6 podemos observar el desempeño de los multifondos, a través del análisis de los indicadores descritos en el punto anterior. Revisando el cuadro podemos apreciar que a los multifondos les ha ido bastante bien. El índice de Sharpe es positivo, lo que es muy bueno, ya que uno esperaría que se comportaran de manera parecida a los fondos mutuos, en donde por lo general el Índice de Sharpe y el Alpha de Jensen son negativos.

Cuadro N° 6

Ratio	A	B	C	D	E
Sharpe	0,13	0,012	0,18	0,36	0,44
Treynor	0,01	0,01	0,01	0,02	-0,13
Alpha de J	-0.002	-0.001	-0.0005	0.001	0.003
Timing	negativo	negativo	negativo	negativo	Positivo*
Appraisal	0,07	0,01	0,17	0,24	0,45

Por ejemplo, usted está construyendo un edificio, y decidió saltarse los trámites de los permisos municipales para apurar la construcción. Asumió un riesgo, tuvo suerte, no lo pillaron. Pero ese fue un riesgo, y por eso pudo terminar la obra a tiempo, etc.

Panorama de la SEGURIDAD SOCIAL

Lo interesante es que todos los índices son positivos, a excepción del Fondo E, que tiene un Beta negativo (cuadro N° 2). Esto era esperable, porque este fondo está invertido en su gran mayoría en renta fija, y ésta se mueve de manera contraria al mercado: si el mercado va para arriba, significa que la economía va para arriba, y si la economía va para arriba ¿qué es lo que hace el Banco Central? Sube la tasa, y si sube la tasa, tiene que caer el precio de los bonos. ¿Se dan cuenta que es contracíclica? Y, por el contrario, si el mercado va para abajo, el Banco Central se preocupa, baja la tasa y, al bajar la tasa ¿qué pasa con los bonos? Aumentan de precio, por lo tanto van a tener un Beta negativo, y eso es lo que se está reflejando acá. Por lo tanto esta no es una mala noticia.

El Índice de Sharpe nos entrega una buena noticia, porque es mayor que el Índice de Treynor, lo que significa que se está haciendo una administración orientada a la gente no sofisticada, y éstas son las cosas que no están en discusión. Aquí estamos viendo que, efectivamente, esto es positivo.

En este caso del Alpha de Jensen, si bien es negativo en los tres primeros fondos, estadísticamente es 0. Por lo tanto, nos muestra que el retorno mensual que han presentado los multifondos, está de acuerdo a lo esperado. Sin embargo, si queremos ponderar la administración de los multifondos por tipo de inversionista, se está haciendo una administración orientada hacia la masa, y no sobre los específicos o bien los altos ingresos.

- La evolución del timing

El timing del mercado se refiere a saber cuándo comprar y cuándo vender; es una actitud muy valorada. En finanzas, el timing se ve cuando los analistas saben o predicen que el mercado va a caer. Eso se llama timing en finanzas.

Lamentablemente, esto se hace con unas ecuaciones bastante duras, y en el cuadro N° 6 podemos ver que todos los fondos de las AFP tienen timing negativo; no tienen buen timing, y quizás eso es lo que hay que mejorar. Es decir, si el mercado sube, sube los fondos; si cae, caerán los fondos. Es muy difícil que las administradoras tengan timing. Por un lado, está el tema de la regulación y, en segundo lugar, es por causa de los instrumentos. Este punto hay que mejorarlo.

Para ser honesto, cuando uno estudia la habilidad de timing en la industria de los fondos mutuos, encuentra que no tienen habilidad de timing en retorno, mientras que el Appraisal Ratio muestra que lo que ganan lo hacen sin asumir grandes riesgos. Eso es muy bueno, yo no quiero que especulen con mi pensión. Créanme que yo lo puedo hacer mucho mejor especulando con mi plata que otros especulando con mi plata.

Una cosa que sí es reprochable, es el timing en volatilidad. Recién hablamos del timing en retorno, es decir, que compren antes que suba y que vendan antes que caiga. Pero también hay un timing de volatilidad, que quiere decir que cuando vean momentos de pasividad, salgan al mercado. La industria de los fondos mutuos sí tiene volatile timing, es decir, timing de volatilidad, pero no así la industria de las AFP. Esto tiene que ser corregido.

Pero también hay un timing de volatilidad, que quiere decir que cuando vean momentos de pasividad, salgan al mercado. La industria de los fondos mutuos sí tiene volatile timing, es decir, timing de volatilidad, pero no así la industria de las AFP. Esto tiene que ser corregido.

Panorama de la **SEGURIDAD SOCIAL**

En el caso de tener habilidad de timing, si cae el mercado, yo caigo menos; si sube el mercado, yo subo más.

En Chile, el sistema de los multifondos no tiene habilidad de timing de volatilidad. Esa es una falla del sistema. Esto se debe a la regulación que existe, que le entrega poca capacidad de movimientos a los multifondos. La capacidad de timing de mercado de las AFP chilenas es similar a la experimentada en el plano internacional, es decir que no hay habilidad de timing en el retorno, y no hay grandes diferencias entre invertir en un fondo de pensiones o seguir una estrategia de inversión no sofisticada al momento de timing.

Yo creo que a futuro tiene que venir una propuesta de seguro a la baja, o la creación de un fondo solidario que se encargue de esto, especialmente en el caso de los fondos B y E.

A diferencia de nuestro país, la industria del capitalismo de riesgo en Estados Unidos funciona con un seguro estatal. Entonces, para evitar el problema de los que están ad portas de jubilarse, habría que colocar un seguro a la baja; eso existe en el mercado. ¿Está dispuesta gente a venderlo? Sí, hay gente dispuesta a venderlo, y eso se llama Floors: uso de derivados.

También tiene que haber una mayor restricción para cambiarse de multifondos en función de la edad. Esta decisión no se puede dejar al libre albedrío; las personas que no quieran ser cambiadas de fondo, deberán justificar su resolución.

A diferencia de nuestro país, la industria del capitalismo de riesgo en Estados Unidos funciona con un seguro estatal. Entonces, para evitar el problema de los que están ad portas de jubilarse, habría que colocar un seguro a la baja; eso existe en el mercado.